



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

La Política monetaria en un nuevo escenario  
financiero.

Autor:

Luis López Ferrer

Directora:

Sara Barcenilla Visús

Facultad de economía y empresa  
2020-2021

## Índice

Resumen .....	3
Introducción .....	4
1. Marco operativo de la política monetaria convencional .....	5
2. Inflación, tipos de interés y balance del Eurosistema .....	9
3. Política Monetaria en el contexto actual .....	20
4. Retos y dilemas de la política monetaria en las economías desarrolladas.....	27
Conclusiones .....	32
Bibliografía.....	35

## **Resumen**

En este trabajo se realiza un seguimiento de las medidas de política monetaria que se han aplicado en el siglo XXI por parte del Banco Central Europeo y sus principales repercusiones.

El transcurso de estos años no ha sido nada fácil, el BCE ha tenido que hacer frente a tres grandes crisis económicas que han llegado a poner en peligro la supervivencia de la economía de varios países miembros. El nivel de precios se ha mantenido durante largos periodos por debajo del objetivo y los tipos de interés oficiales tuvieron que ser reducidos hasta su mínimo tras la crisis financiera y a día de hoy todavía no han aumentado. Además, las incesantes políticas aplicadas para mantener la economía con vida, han generado que el BCE haya aumentado sobrenaturalmente la cantidad de activos en su balance.

En el momento actual, analizamos los retos a los que se enfrenta el BCE en los próximos años. La autoridad monetaria debe enfrentarse al menos a tres grandes retos: la baja inflación que ha venido arrastrando la economía previamente con el temor de que se convierta en una inflación demasiado elevada con la reactivación de la economía post-pandemia, a los tipos de interés que se encuentran en sus mínimos debido sobre todo a factores demográficos y económicos que les dejan apenas sin margen de actuación y, por último, al gran tamaño de balance que ha ido acumulando con las crisis sucesivas, especialmente con la de la pandemia, y a los elevados riesgos que plantea tanto su mantenimiento como su reducción progresiva.

## **Abstract**

This paper monitors the monetary policy measures that have been applied in the 21st century by the European Central Bank and their main repercussions.

The course of these years has not been easy at all, the ECB has had to face three major economic crises that have come to endanger the survival of the economy of several member countries. The inflation has remained below the target for long periods and official interest rates had to be lowered to a minimum after the financial crisis and nowadays it has not yet increased. Furthermore, the incessant policies applied to keep the economy alive have caused the ECB to supernaturally increase the amount of assets on its balance sheet.

At present, we will look at the challenges facing the ECB in the coming years. The monetary authority must face at least three major challenges. The first one is the low inflation that advanced economies have shown in the past years and the fear that it will turn into high inflation rates with the

reactivation of the post-pandemic economy. The second challenge make reference to the interest rates that are at their lowest level (due mainly to demographic and economic factors) that leave monetary policy without any margin to stimulate economic growth. Finally, the third challenge refers to the large size of the balance sheet that has been accumulated with the crises, and the high risks that are associated to both alternatives: to maintain it or to initiate its progressive reduction.

## **Introducción**

El objetivo de este trabajo es realizar un viaje alrededor de las medidas de política monetaria tanto convencionales como no convencionales que ha realizado el BCE desde 1999 hasta la actualidad, haciendo especial hincapié en la situación económica que se ha generado con la crisis de la covid-19, las nuevas medidas de estímulo que se han llevado a cabo y sus consecuencias.

Con tal fin, el estudio se estructura en las siguientes partes:

En el primer epígrafe, con objeto de introducir el tema del trabajo, se presentan los distintos tipos de política monetaria, desde la más convencional, aplicada rigurosamente por el Eurosistema desde su creación hasta el inicio de la Gran Recesión, –hasta la denominada política monetaria no convencional que se aplica desde entonces –y alcanza plena vigencia por la pandemia.

En el segundo epígrafe valoraremos el impacto de las medidas de política monetaria en el objetivo y los instrumentos del Eurosistema hasta la llegada de la pandemia. Estudiaremos la trayectoria de la inflación, los tipos de interés oficiales (facilidad marginal de depósito, facilidad marginal de crédito y operaciones principales de financiación) y el comportamiento del balance del Eurosistema hasta el final del año 2019.

En el tercer epígrafe nos centraremos en el contexto actual. Estudiaremos el impacto que han tenido las medidas de política monetaria llevadas a cabo para frenar el impacto de la covid-19 en la zona euro y su repercusión en el nivel de precios, tipos de interés y balance del Eurosistema.

En el último epígrafe analizaremos con más detalle las causas que han propiciado la situación actual de la inflación, los tipos de interés y el balance del Eurosistema y las posibilidades que se plantean en un futuro próximo en torno a las estrategias de las autoridades monetarias.

## 1. Marco operativo de la política monetaria convencional

Siguiendo a Alventosa (2019), podemos definir la estrategia de política monetaria como el proceso de toma de decisiones por parte del BCE acerca del carácter expansivo o contractivo de la política monetaria a través de sus instrumentos que permita alcanzar el objetivo de precios. Dicho objetivo de precios se centra en la obtención de una tasa de inflación anual del 2% a medio plazo.

Los instrumentos de los que dispone el BCE para alcanzar su objetivo son:

**Operaciones de mercado abierto:** Permiten gestionar la liquidez del Eurosistema a partir de cuatro tipos de operaciones que se dividen en regulares y no regulares:

En las regulares distinguimos las operaciones principales de financiación y las operaciones principales de financiación a plazo más largo que sirven para inyectar liquidez.

Entre las no regulares encontramos las operaciones de ajuste y las operaciones estructurales que sirven tanto para drenar como inyectar liquidez.

**Facilidades permanentes:** Articulan la disposición plena del BCE a prestar dinero (facilidad marginal de crédito) o a recibirlo (facilidad de depósito) a un día de las entidades de crédito.

**Reservas mínimas:** Su objetivo es doble, tanto estabilizar los tipos de interés del mercado monetario como afectar a la liquidez creando un déficit estructural obligando a las entidades de crédito a acudir a subastas para obtenerlo.

Tras la elección de la estrategia de política monetaria, se pone en marcha el mecanismo de transmisión monetaria que aglutina el conjunto de sendas a través de las cuales se ve afectada la economía y los precios en base a las decisiones tomadas.

La transmisión de los impulsos monetarios va afectando a la economía a través de los canales de transmisión monetaria. Los canales más importantes son: el canal de tipos de interés, el de las expectativas, el del precio de los activos, el del crédito y el del tipo de cambio.

El canal más utilizado por el BCE es el de tipo de interés y como veremos más adelante, los tipos de interés oficiales han jugado un papel fundamental en las operaciones del BCE.

Con todo, la política monetaria presenta una serie de inconvenientes:

**-El problema de los retardos:** Las decisiones de política monetaria tardan entre 18 y 24 meses en afectar a la economía plenamente- como consecuencia de la existencia de, al menos, tres tipos de retardos: el retardo de la información, el de la ejecución y el retardo en la respuesta de la economía. El problema de los retardos hace necesaria la implantación de expectativas de inflación y de tipos de interés que permitan alcanzar las metas gradualmente.

**-El problema de la fragmentación financiera y real en la Eurozona:** La transmisión de la política monetaria se produce de forma desigual entre los países, provocando que una misma medida pueda afectar de forma diferente y acabe generando efectos diferentes. No obstante, las diferencias tienden a compensarse entre canales de transmisión y, por otro lado, la globalización hace que mercados financieros y reales estén cada vez más compenetrados y se reduzcan las diferencias.

### **1.1. Política monetaria no convencional**

La Gran Recesión y las graves consecuencias financieras generadas por esta, provocaron la adopción por parte del BCE de medidas extraordinarias además de los tradicionales mecanismos ordinarios para tratar de aumentar la liquidez en los mercados financieros, restablecer el crédito, recuperar el mecanismo de transmisión monetaria y facilitar el logro del objetivo de inflación.

La estrategia global del BCE ante la crisis se resume en dos grandes acciones:

- Disminución progresiva del tipo oficial de referencia hasta alcanzar el 0%.

- Expansión a gran escala del balance banco central, mediante la aplicación de medidas convencionales y especialmente no convencionales debido a la confluencia de tres factores:

  - La situación de la trampa de liquidez originada por los tipos de interés tan bajos, que se traduce en la reticencia de la población a invertir el dinero y la preferencia de mantener la liquidez a pesar de los bajos tipos de interés.

  - El colapso del mercado monetario. La desconfianza surgida en los mercados dificultó la obtención de crédito por los canales habituales.

- La ruptura del primer eslabón de la política monetaria. Las decisiones adoptadas por el BCE no se trasladan con fluidez al resto del sistema monetario a través del interbancario.

Las medidas no convencionales han ido encaminadas a restablecer el mecanismo de transmisión monetaria para mantener el objetivo del nivel de precios a medio plazo.

Vamos a clasificar estas medidas según los mercados en los que actúan.

### **A) Medidas sobre los mercados monetarios.**

En las que el Eurosistema asume el papel de intermediación del mercado monetario:

*-Política de adjudicación plena a tipo fijo de todas las subastas de liquidez de OPF y OFPML:* Su objetivo era asegurar el acceso total de los bancos a la liquidez a cambio de garantías.

*Alargamiento de las operaciones de refinanciación (OFPML/LTRO):* Con la finalidad de reducir el riesgo de financiación de los bancos desde los 3 meses hasta 3 años. (Se realizaron únicamente dos operaciones, en diciembre de 2011 y febrero de 2012).

*Reducción de las exigencias de reservas mínimas desde el 2% al 1%:* con el objetivo de reducir las necesidades de liquidez de los bancos, estuvo vigente desde enero de 2012.

*Estrechamiento de la banda de facilidades para evitar la volatilidad del EONIA.*

*Aplicación de tipos de interés negativos a la facilidad de depósito, y a las reservas voluntarias:* Tenían el objetivo de desincentivar el cuantioso recurso de los bancos de mantener la liquidez cautiva en el BCE y alentar la concesión de créditos al sector privado. Su aplicación comenzó en junio de 2014.

*Ampliación de la lista de activos de garantía acompañada de una disminución de su rating:* Para evitar restricciones y promover la concesión de crédito.

*Provisión de liquidez de divisas mediante operaciones swap.*

A raíz de la gran inyección de liquidez que supusieron todas estas medidas, se produjo un cambio relevante en el tipo conductor de la política monetaria que pasó a ser el del tipo de interés de la facilidad de depósito. Ello generó que el EONIA se alejara del tipo de la OPF y se aproximara al tipo de interés de la facilidad de depósito.

Desde junio de 2014 su valor es negativo, haciéndose responsable de que los tipos EURIBOR estén también por debajo de cero.

### **B) Medidas sobre los mercados crediticios:**

Buscaban favorecer la financiación del sector privado de la economía. En junio de 2014 se introdujeron *las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO)*. Tenían la finalidad de promover el crédito al sector privado y eliminar la rigidez de los bancos a concederles financiación. Los requisitos de acceso a estas medidas es que tenían que estar destinadas a empresas no financieras y familias, quedando prohibidas las hipotecas. Se han realizado dos series de operaciones, una hasta 2018 y otra hasta 2021.

### **C) Medidas sobre las expectativas o política de Forward Guidance:**

Se trata de una nueva política de comunicación en la que el BCE deja marcada la trayectoria futura de los tipos de interés, permitiendo así anclar las expectativas sobre los mismos. De esta forma se favorece la inversión, el consumo duradero, la producción, el empleo y la formación de precios.

### **D) Medidas sobre los mercados de renta fija:**

Se basan en la compra de activos financieros, tanto públicos como privados, realizadas en contadas ocasiones a lo largo de la crisis. Hubo dos etapas de compra:

- Una primera etapa hasta 2014 en la que se adquirieron principalmente bonos garantizados (cédulas hipotecarias en España) y se aplicó el Programa para el Mercado de Valores que trataba de adquirir deuda pública y privada en los mercados financieros. Fue el primer intento de llevar a cabo la llamada Quantitative Easing.
- En marzo de 2015 el BCE introduce el programa de compra de activos con el que inaugura una política de compra a gran escala de activos financieros tanto privados como públicos. El ritmo de compras fue muy intenso entre marzo de 2015 y diciembre de 2018, fecha en la que se dieron por finalizadas.

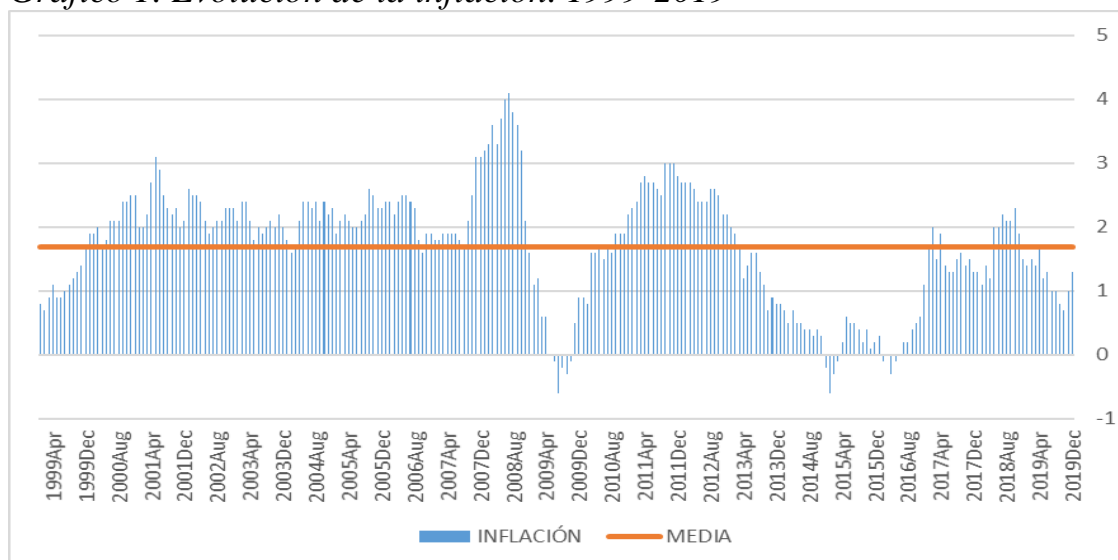


## 2. Inflación, tipos de interés y balance del Eurosistema

Conocidas las líneas principales de la política monetaria aplicada a lo largo de la vida del euro, este epígrafe valora su impacto en el objetivo e instrumentos del Eurosistema hasta la llegada de la pandemia.

En primer lugar, la evolución del objetivo de estabilidad de precios puede valorarse en el siguiente gráfico. En el que figura el crecimiento interanual del índice armonizado de precios al consumo entre los años 1999 y 2019, y se incluye la media total del periodo estudiado.

*Gráfico 1. Evolución de la inflación. 1999-2019*

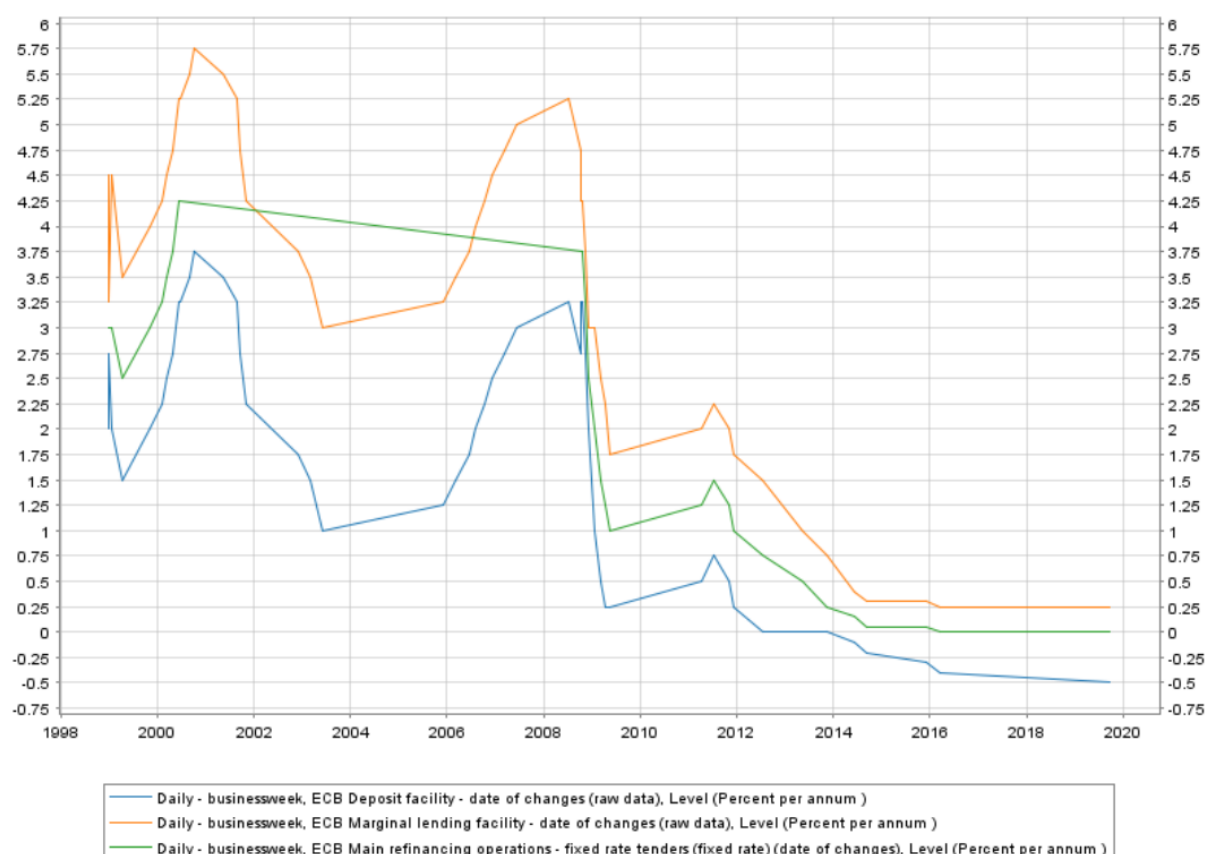


Fuente: BCE

Podemos ver que hasta el comienzo de la gran recesión la inflación estaba cerca del objetivo deseado en torno al 2%; sin embargo, con la llegada de la crisis se produce un periodo de elevada volatilidad donde llegamos a ver la inflación en niveles cercanos al 4% justo en el estallido de la crisis, y también niveles negativos en momentos puntuales como en los años 2009 y 2015. Una gran parte de las medidas adoptadas por el BCE durante este periodo iban dirigidas a tener una tasa de inflación cercana al 2%, que como podemos ver en el gráfico solo se consiguió en momentos puntuales durante los años 2011 y 2013 y luego una etapa más estable sobre 2018. Una de las cuestiones que se abordarán en el apartado siguiente será la causa de la baja inflación actual, a pesar de las medidas de estímulo llevadas a cabo por el BCE.

La evolución de la variable operativa utilizada convencionalmente para el logro de dicho objetivo viene reflejada en el siguiente gráfico. En él observamos la dinámica que han seguido los tres tipos oficiales: el de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad de crédito y el de la facilidad de depósito.

Gráfico 2. Evolución tipos de interés oficiales. 1999-2019



Fuente: BCE

Podemos observar que las tres trayectorias son muy similares entre sí y que como es sabido varían con la misma orientación expansiva o contractiva a lo largo del periodo.

La facilidad de depósito entre 1999 y 2008 varía entre un máximo de 3,75% y un mínimo de 1%. Entre 2008 y 2014 su tipo baja hasta el 0,25% en primera instancia para acabar llegando al nivel de 0%. A partir de 2014 el tipo de facilidad de depósito se vuelve negativo llegando, en 2019 al -0,5% que mantiene en la actualidad.

La facilidad marginal de crédito entre 1999 y 2008 varía en un rango entre un máximo de 5,75% y un mínimo de 3%. Tras la crisis su tipo baja en un principio hasta 1,75%, para luego continuar cayendo hasta el 0,25%, mínimo que mantiene en la actualidad. Por lo tanto, en la actualidad este

instrumento permite a las contrapartes endeudarse a un día a muy bajo coste.

El tipo de las operaciones principales de financiación es el que se mantiene más estable en ese primer periodo entre 1999 y 2008. A partir de la crisis cae a niveles del 1% para luego acabar llegando al mínimo técnico del 0% en el que se mantiene desde entonces.

Como se advirtió en el epígrafe 1, la incapacidad de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios a través de los instrumentos convencionales obligó a las autoridades monetarias a instrumentar un conjunto de medidas no convencionales cuya importancia relativa se valora seguidamente mediante un cuidadoso análisis del Balance del Eurosistema.

## **2.1. El activo del balance del Eurosistema: 1999-2019**

Una vez establecido el marco en el que se desenvuelve la política monetaria, pasaremos a ver cómo han ido variando las partidas que forman parte del activo del balance del Eurosistema desde el año 1999 hasta 2019. Primero analizaremos en el gráfico 1, la evolución de todas las partidas del activo en diferentes subperiodos, con objeto de valorar la importancia relativa que la inyección de liquidez a través de la política monetaria convencional y no convencional tiene en cada momento del tiempo. Posteriormente, se analizará por separado y con más detalle la evolución de las distintas operaciones en que se concreta política monetaria convencional y no convencional.

Las partidas que integran el activo en el activo del balance del Eurosistema son las siguientes:

La partida **oro y derechos en oro** (partida 1 del activo) se corresponde con las reservas de oro (físico y no físico) de los bancos centrales del Eurosistema al valor del mercado del final del trimestre anterior y el valor de las operaciones (compras y ventas) liquidadas desde el final del trimestre anterior.

Los **activos en moneda extranjera frente a residentes y no residentes** (partidas 2 y 3 del activo) son las reservas de divisas que posee el Eurosistema que se necesitan principalmente para respaldar posibles intervenciones en el mercado de divisas.

Los **activos en euros frente a no residentes** (partida 4 del activo) reflejan la tenencia de activos en euros por parte del BCE respecto a los préstamos concedidos a los no residentes de la zona euro.

La partida de **Prestamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona euro en relación con operaciones de política monetaria** (partida 5 del activo) recoge las operaciones de política monetaria de provisión de liquidez y se desglosa en seis subpartidas; las operaciones principales de financiación, operaciones de financiación a más largo plazo, facilidad marginal de crédito, operaciones temporales de ajuste, operaciones temporales estructurales y préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía. De ahora en adelante nos referiremos a esta partida como “Política monetaria convencional”.

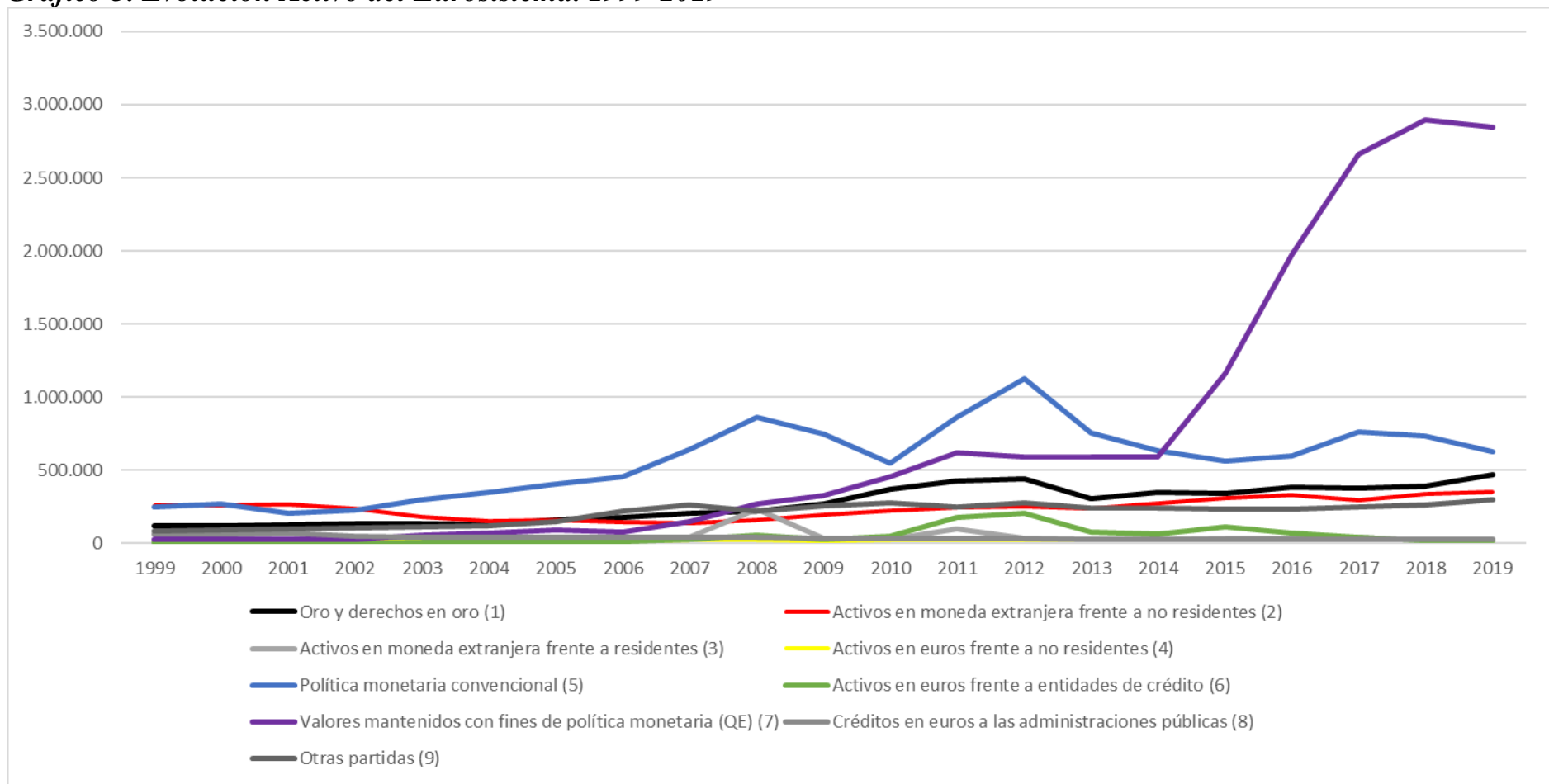
La partida **activos en euros frente a entidades de crédito** (partida 6 del activo) refleja el dinero que el BCE presta a los bancos comerciales para que haga frente a su déficit estructural de liquidez y puedan desarrollar su actividad.

Dentro de la partida **valores mantenidos con fines de política monetaria** (partida 7 del activo) se ubican las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco de sus programas de compras de activos relacionados con la política monetaria no convencional (**Quantitative Easing**).

En la partida **créditos en euros a las administraciones públicas** (partida 8 del activo) nos encontramos con títulos de deuda de los países que integran el Eurosistema.

En lo referido a **otras partidas** (partida 8 del activo) en ella se integran partidas de menor importancia y tamaño.

**Gráfico 3. Evolución Activo del Eurosistema. 1999-2019**



Fuente: BCE

En primer lugar, podemos apreciar que el activo ha multiplicado su valor casi por seis desde el periodo inicial al periodo final estudiado, pasando de una cifra de 806 a 4.671 mm de euros.

La partida de política monetaria convencional a lo largo del periodo estudiado pasa de un valor de 248 a 624 mm de euros, aunque tiene su auge a mitad del periodo en el año 2012 con 1.126 mm de euros.

La partida que más aumenta es la de política monetaria no convencional que pasa de un valor inicial de 23 mm a 2.847 mm de euros.

La única partida que disminuye en el transcurso del periodo es el crédito en euros a las administraciones públicas que pasa de un valor inicial de 59 a 23 mm de euros.

No obstante, se aprecian notables diferencias en el activo en distintos periodos en los que se viven realidades económicas muy dispares:

**Periodo 1999-2007:** Su inicio coincide con los primeros años de la culminación del proceso de integración económica y monetaria europea.

Se trata de un periodo de fuerte expansión económica en el que se acumularon desequilibrios significativos que conducirían a la Gran Recesión: En primer lugar, los bajos tipos de interés y la facilidad de obtener créditos condujo a las familias y empresas a un gran endeudamiento, y en segundo lugar se incrementó la demanda a niveles nunca antes vistos. La combinación de ambos desequilibrios conduciría a la creación de la llamada “burbuja inmobiliaria” y a su posterior pinchazo, como señalan Arce, *et al* (2019).

El activo del balance en estos primeros ocho años duplica su tamaño pasando de 806.853 a 1.507 mm de euros, se trata de un aumento gradual con algunos altibajos.

La partida de política monetaria convencional comienza el periodo con un valor de 248 y lo finaliza con 637 mm de euros. Al final del periodo la partida de política monetaria convencional ya supone el 42% del activo.

La política monetaria no convencional pasa de tener un valor de 23 a 147 mm de euros. La política monetaria no convencional supone un 10% del activo en el año 2007.

Observamos como todas las partidas aumentan su valor a excepción de los activos en moneda extranjera frente a no residentes que disminuyen de 254 a 139 mm de euros y la deuda del gobierno que pasa de 59 a 37 mm de euros.

**Periodo 2007-2009:** Tras el gran periodo de expansión económica anterior se produce un derrumbe de la economía en Europa y en todo el mundo.

Las dos principales armas del BCE para luchar ante la crisis son la disminución de los tipos de interés oficiales hasta niveles cercanos a 0 y la expansión de su balance.

En cuanto a la evolución del conjunto del activo del balance podemos apreciar cómo ante la crisis el balance sufre una gran expansión cuantitativa. Pasamos de un valor en 2007 de 1.507 a 2.075 mm de euros en 2008, lo que supone un aumento del 42% en tan solo un año.

Los instrumentos de política monetaria convencional entre 2007 y 2009 pasaron de tener un valor de 637 a 749 mm de euros. Sufrieron un fuerte repunte aumentando un 35% entre 2007 y 2008, destacando entre ellos las operaciones de financiación a largo plazo que aumentaron un 129% debido a la adopción de medidas ante la crisis.

Las medidas de política monetaria no convencional pasaron de un valor de 143 a 328 mm de euros y ya suponen más de un 10% del balance del Eurosistema.

Los activos en moneda extranjera frente a residentes sufren un aumento drástico en el año 2008 y una posterior bajada en 2009 a los valores del año 2007, pasan de un valor de 41 a 234 y posteriormente a 32 millones de euros. Por lo tanto, el Eurosistema sufre un aumento repentino de un 450% de los activos en moneda extranjera frente a residentes de la zona Euro.

**Periodo 2009-2015:** Se trata de un periodo de asimilación de la crisis económica en el que se produjo una segunda recesión en la mayoría de los países de Europa. En este periodo se comenzaron a aplicar las medidas de política monetaria no convencional además de continuar con las medidas convencionales.

En el transcurso completo del periodo, la parte del activo del balance pasa de un valor inicial de 1903 a un valor final de 2780 mm de euros. Si observamos más detenidamente su evolución, vemos que hasta 2012 el balance total aumenta en gran medida, incrementando un 50% su valor entre 2009 y 2012. Aunque luego se reduce un 34% entre 2012 y 2014 pasando de 2.962 a 2.208 mm de euros.

La partida causante de este vaivén es la política monetaria convencional que en 2012 llegó a tener un valor de 1.126 mm de euros para disminuir hasta los 558 mm de euros en 2015, partiendo de un valor en el inicio del periodo de 749 mm de euros.

La política monetaria no convencional pasa de un valor inicial de 328 a 1.161 mm de euros. Duplica su valor en el balance entre 2014 y 2015 gracias al comienzo del programa de compra de activos (Quantitative Easing) por parte del BCE. Llega a alcanzar un valor en 2015 de 1.161 mm de euros.

Los activos en euros frente a entidades de crédito pasan de tener un valor en 2009 de 26 a 202 mm de euros en 2012. Este aumento a gran escala de dinero prestado por parte del BCE a los bancos refleja los problemas que atravesó la banca comercial durante esos años.

**Periodo 2015-2019:** Europa continua con su recuperación económica y con la aplicación de todo su arsenal de medidas y soluciones ante la recesión.

Los activos del balance del Eurosistema llegan casi a duplicarse en el periodo pasando de 2.780 a 4.671 mm de euros y con ello se demuestra el volumen de las operaciones no convencionales ejecutadas por el BCE.

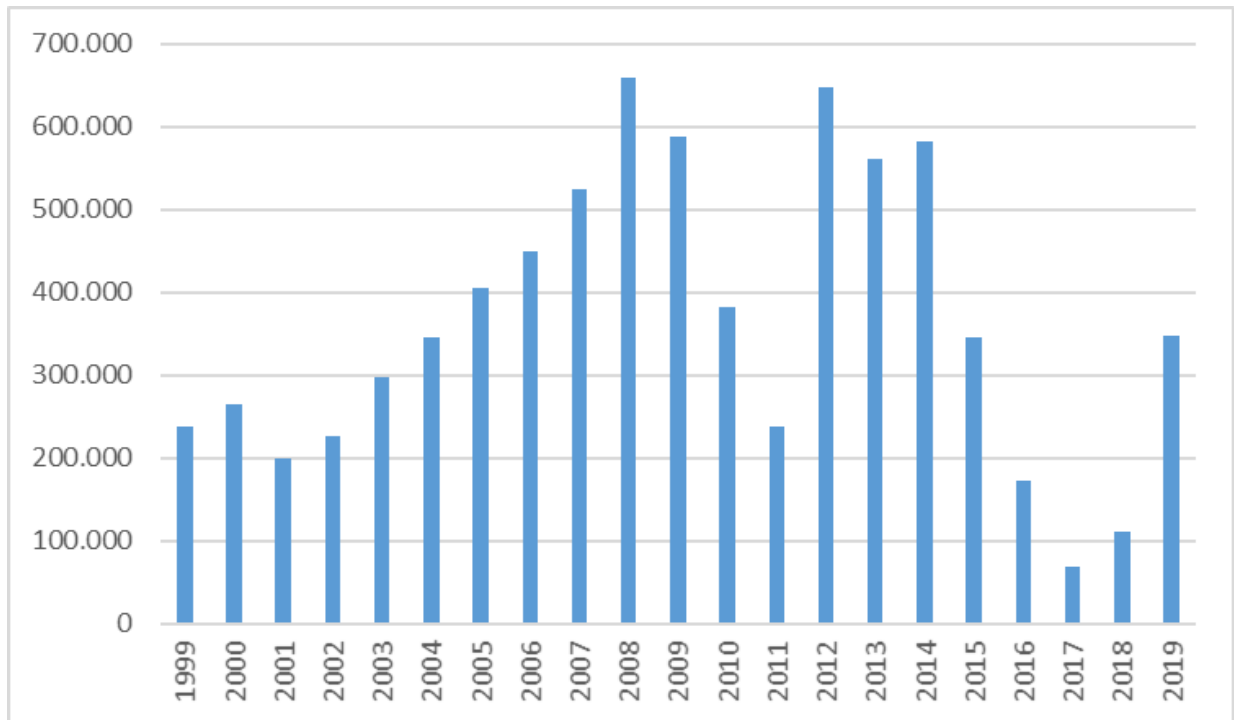
Las operaciones de política monetaria convencional siguen teniendo su peso en este periodo, pero su valor se encuentra en una banda entre 500 y 750 mm de euros. Pasan de tener un valor en 2015 de 558 a 624 mm de euros en el año 2019. Al final del periodo tan solo representan un 13% del activo total.

En el transcurso total del periodo la política monetaria no convencional pasó de tener un valor de 1.161 a 2.847 mm de euros. En este periodo observamos el auge de la QE por parte del BCE llegando a alcanzar en 2018 un valor de 2.899 mm de euros lo que supone un 60% del balance. Fue por tanto el periodo de expansión de la que se ha denominado auténtica QE, una aceleración del proceso de compra de deuda pública por parte de la autoridad monetaria que ya no se esteriliza en la misma medida en que se hizo con anterioridad. Con esta intervención decidida ya no se trata tan solo de reactivar el mercado de ciertos activos financieros, sino de recuperar tasas de inflación positivas cercanas al objetivo y promover la recuperación definitiva.

Una vez que hemos analizado en conjunto los activos del balance del Eurosistema, vamos a ver otra partida interesante del balance como es el volumen de préstamo neto concedido por el Eurosistema a entidades de crédito. Nos muestra el uso de las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema por las entidades de contrapartida, netas de instrumentos de absorción de liquidez. Lo obtenemos minorando de la partida 5 del activo (política monetaria convencional), la suma de diferentes partidas del pasivo (facilidad de depósito, depósitos a plazo fijo, ajuste de operaciones inversas, depósitos relacionados con operaciones marginales y certificados de deuda emitidos).



*Gráfico 4. Evolución préstamo neto concedido por el Eurosistema a entidades de crédito. 1999-2019*



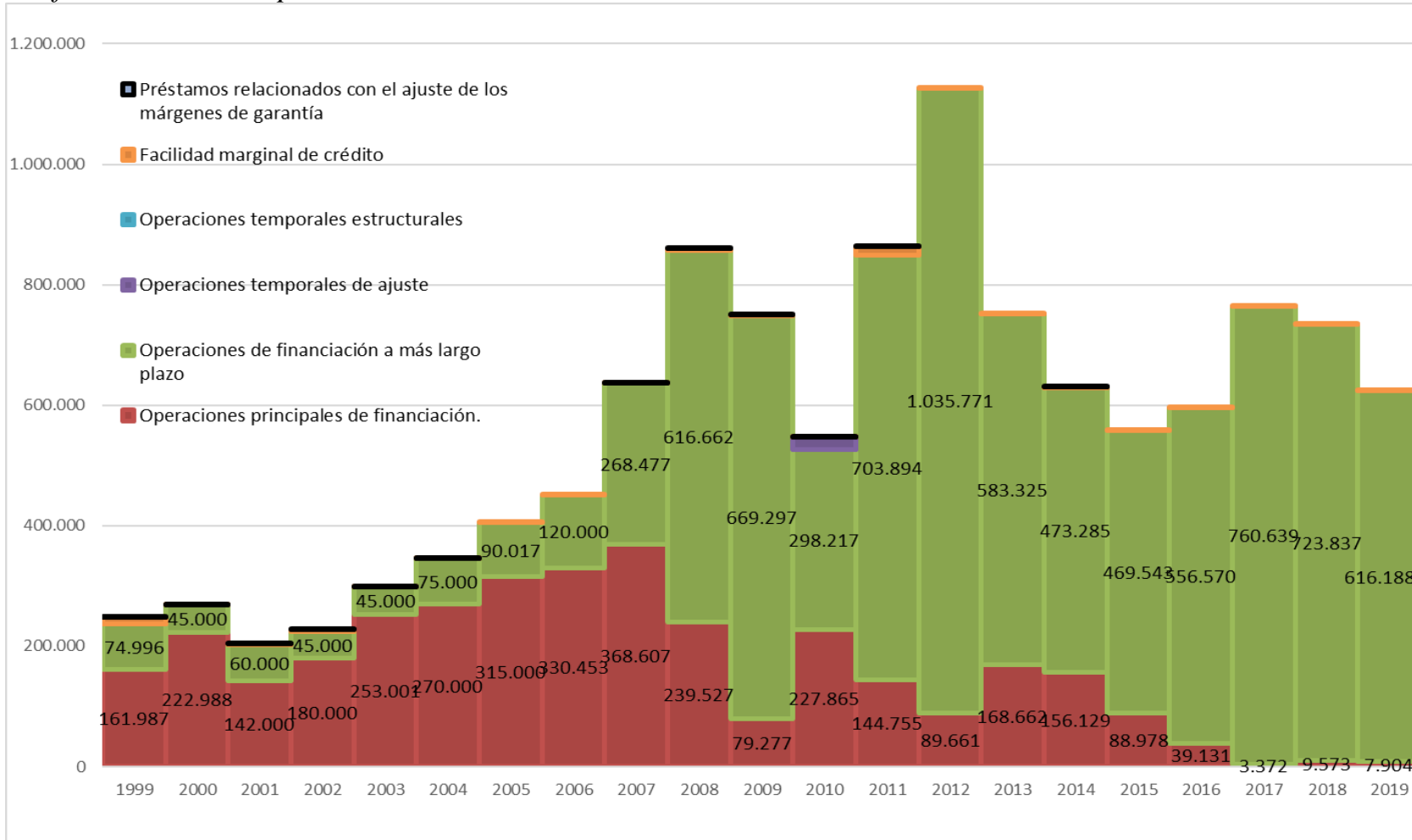
Fuente: BCE

En este gráfico vemos la evolución del volumen de préstamo neto concedido por el Eurosistema a entidades de crédito desde 1999 hasta 2019.

Vemos como hasta el inicio de la crisis tiene una trayectoria creciente llegando a alcanzar su máximo valor en 2008 siendo 659 MM de euros. Tras ese máximo, comienza a disminuir la partida hasta alcanzar en 2011 237 MM de euros. Los tres años siguientes, durante la segunda recesión sufrida en Europa, sufre una recuperación que lo lleva a niveles del inicio de la crisis financiera. Ya a partir de 2015 con la recuperación económica vuelve a disminuir en gran medida alcanzando el mínimo del periodo en el año 2017 con un valor de 68 MM de euros.

Para finalizar este epígrafe, vamos a ver individualmente y más en detalle tanto la política monetaria convencional como la no convencional en el periodo 1999-2019.

Gráfico 4. Evolución política monetaria convencional 1999-2019



Fuente: BCE

En este gráfico vemos individualizada la evolución de los principales instrumentos de inyección de liquidez de la política monetaria convencional. Su evolución es creciente hasta alcanzar su máximo exponente en el año 2012 con un valor de 1.126.019 millones de euros lo que supone un 38% del balance del Eurosistema. Tras este auge, sigue teniendo importancia, pero cada vez los instrumentos convencionales son menos utilizados.

Entre 1999 y 2007 destacan sobre el resto las operaciones principales de financiación que llegan a alcanzar un valor máximo de 368.607 millones de euros suponiendo un 58% sobre las operaciones de política monetaria convencional en el año 2007.

A partir de 2008 las operaciones de financiación a largo plazo superan a las operaciones de financiación que comienzan a disminuir sus aplicaciones hasta quedare prácticamente olvidadas entre los años 2017 y 2019.

En el año 2012 las operaciones de financiación a largo plazo alcanzan un valor de 1.035 mm de euros lo que supone un 92% de las medidas convencionales.

La facilidad marginal de crédito alcanza su máximo valor en 2011 siendo 14 mm de euros con un 1,71% de las medidas convencionales. El resto de años del periodo analizado posee un valor notablemente más bajo.

El resto de instrumentos presentan una importancia relativa mucho menor.

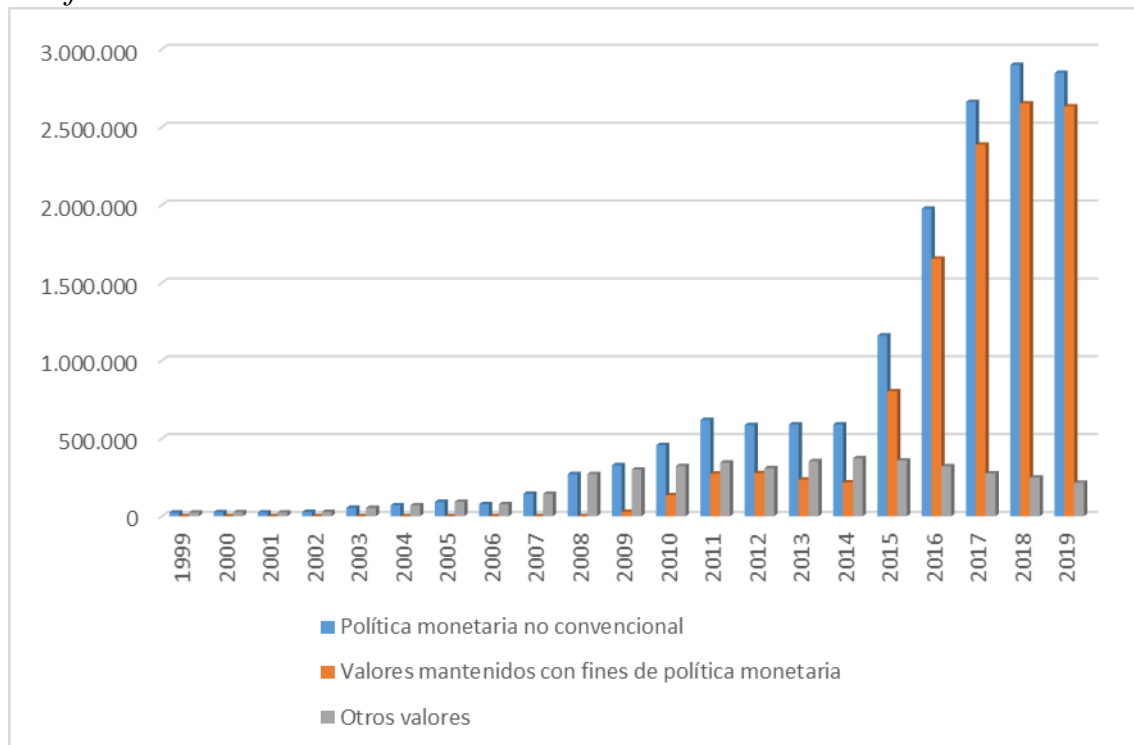
En el gráfico 5 vemos más en detalle la evolución de la que hemos denominado política monetaria no convencional. El valor de política monetaria no convencional lo obtenemos sumando los valores mantenidos con fines de política monetaria y otros valores.

Podemos observar como entre 1999 y 2008 que la expansión cuantitativa apenas tiene importancia en el conjunto del balance, comienza a ganar peso en 2008 y se acelera a partir de 2015. En este periodo encontramos su menor valor en 1999 con 23 mm de euros lo que supone tan solo un 3% del balance.

Entre los años 2009 y 2014 se puede observar una tendencia creciente en la aplicación de medidas no convencionales debido a la primera gran compra de activos (QE) por parte del BCE. En 2011 llega a alcanzar un valor de 618 mm de euros y a suponer alrededor de un 23% del balance.

Entre 2015 y 2019 se observa el culmen de la política monetaria no convencional con la segunda QE llegando a alcanzar un valor en 2018 de 2.899 mm de euros lo que supone alrededor de un 62% del balance del Eurosistema.

Gráfico 5. Evolución Política monetaria no convencional. 1999-2019.



Fuente: BCE

La QE supone una inyección de liquidez en el mercado, con la que se pretende impulsar la recuperación del crédito en la economía real. Con la compra de bonos a gran escala, sus rentabilidades, ya bajas en este momento, descenderán aún más, por lo que disminuye el incentivo para los inversores, que pueden plantearse dirigir su el dinero hacia otras inversiones más rentables.

### 3. Política Monetaria en el contexto actual

Siguiendo a Pablo Aguilar *et al* (2020) la situación de la economía europea justo antes de la llegada de la pandemia presentaba unos rasgos peculiares que condicionaban la política monetaria: un entorno de bajos tipos de interés y tendencias deflacionistas. El tipo de facilidad de depósito se encontraba en el -0,5%, el de operaciones principales de financiación en el 0% y el de facilidad marginal de crédito en el 0,25%. Mientras, la inflación se encontraba en niveles inferiores al objetivo deseado del 2%.

Las explicaciones que se han dado ante estos fenómenos son varias. Entre ellas destaca la que ofrecen los propios autores, la caída del tipo de interés natural. El tipo de interés natural sería igual al tipo de interés real coherente

con un volumen de producción igual al nivel potencial de la economía y con una inflación estable. Si el tipo de interés natural se encuentra por encima del real, la economía crecerá por debajo de su nivel potencial y en caso contrario al revés.

A priori los bancos centrales tratan de ajustar sus tipos de interés nominales para que el tipo de interés real siga la senda del tipo de interés natural y la inflación se mantenga estable. Por lo tanto, el descenso del tipo de interés natural en los últimos años explicaría que los bancos hayan reducido sus tipos de interés para evitar inflaciones excesivamente bajas.

Siguiendo a Morron Salmeron (2020) la caída de los tipos de interés natural en los últimos años estaría relacionada con la pérdida de dinamismo de la productividad, el envejecimiento de la población y la escasez de activos seguros.

Ante esta situación el BCE durante 2019 amplió sus medidas de estímulo monetario. Redujo el tipo de la facilidad de depósito hasta el -0,5%, introdujo una nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo (TLTRO-III) y por último reanudó su programa de compra de activos (APP) en noviembre de 2019.

Una vez que entramos en el 2020 surge la crisis del coronavirus y el BCE tiene que actuar de forma rápida y contundente. Siguiendo a Morron Salmeron (2020) desde que comenzó la crisis del coronavirus en marzo de 2020, el BCE ha elevado el tamaño de su balance en más de 1,6 billones de euros. Esta gran expansión cuantitativa de su balance tenía un triple objetivo: aplacar el estrés financiero y restablecer el buen funcionamiento de los mercados, dotar de liquidez y crédito a las empresas y familias y, por último, promover un entorno de bajos tipos de interés que diera cobertura a la política fiscal.

La política monetaria del BCE se basó en lanzar inyecciones de liquidez abundantes, recurrentes y con condiciones muy favorables, incluyendo subastas LTRO semanales, PELTRO mensuales (nuevo programa de operaciones de refinanciación a largo plazo de emergencia no orientadas) y TLTRO-III trimestrales. Además, compraron grandes cantidades de activos de deuda pública y corporativa con los programas de compras APP y PEPP (programa de compra de activos por la pandemia).

*Cuadro 1: Medidas tomadas por el BCE frente a la pandemia.*

Medidas	12 de marzo	18 de marzo	7 de abril	22 de abril	30 de abril	4 de junio	10 de diciembre
<i>Apoyo al crédito</i>	-TLTRO-III en condiciones más favorables. -LTRO: 12 operaciones adicionales con vencimiento en junio de 2020.	-15 de marzo: más operaciones semanales con USD con vencimientos a 84 días. -20 de marzo: operaciones semanales: incremento de frecuencia diaria.			-TLTRO-III: Mejora de las condiciones durante el periodo de crisis. -PELTRO: 7 operaciones excepcionales con vencimiento en el tercer trimestre de 2021		-TLTRO III: Ampliación hasta 2022 de las condiciones más favorables. -Tres operaciones adicionales entre junio y diciembre de 2021. -PELTRO: cuatro operaciones más en 2021.
<i>Relajación de los criterios de garantías</i>		Anuncio de ajustes en los criterios de garantías	-Reducción en un 20% de los recortes de valoración aplicados en los activos de garantía. -Ampliación del universo de activos elegibles en ACC.	Los activos negociables que eran aceptables el 7 de abril seguirán siéndolo, con un umbral equivalente a BB.			Ampliación de la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía.
<i>Compras de activos</i>	APP: compras netas de activos adicionales por valor de 120 MM de euros hasta finales de 2020.	PEPP: programa de compras excepcionales dotado de 750 MM de euros hasta final de 2020.				-PEPP: incremento por valor de 600MM de euros adicionales y extendido hasta el final de 2021.	-PEPP: incremento por valor de 500MM de euros adicionales y extendido hasta marzo de 2022.

Fuente: BCE y Pablo Aguilar et al (2020)

Como describen Pablo Aguilar *et al* (2020) el 12 de marzo el BCE acordó aplicar condiciones considerablemente más favorables a todas las operaciones TLTRO-III vigentes entre junio de 2020 y julio de 2021, también acordó llevar a cabo operaciones LTRO con vencimiento el 24 de junio de 2020 y realizar compras netas de activos por valor de 120mm de euros hasta el final de 2020.

El 18 de marzo las perspectivas económicas habían empeorado con el anuncio de confinamientos en varios países y un repunte de la deuda en los tipos de interés de la deuda soberana. El BCE anuncia por tanto un programa de compras excepcional (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) dotado de 750mm de euros hasta el final de 2020.

El 17 de abril se adoptaron una serie de medidas temporales de flexibilización de los criterios de admisión de los activos elegibles y una reducción en los recortes de valoración aplicados a los activos de garantía.

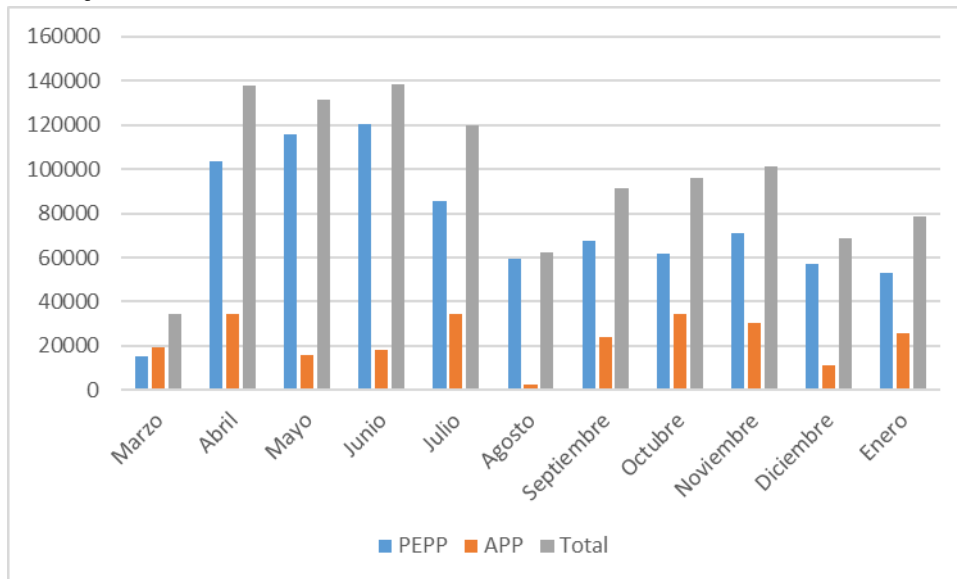
El 30 de abril se produce una mejora de las condiciones de las operaciones TLTRO-III y se introducen nuevas operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations, PELTRO). Estas nuevas operaciones excepcionales tenían un vencimiento en el tercer trimestre de 2021.

El 4 de junio el BCE anuncia un incremento por valor de 600mm de euros adicionales de las PEPP, con lo que se alcanza un volumen acumulado de 1,35 billones de euros, y se amplía el plazo de compra hasta el final de 2021.

El 10 de diciembre se anunció otro incremento por valor de 500mm de euros adicionales de las PEPP, con lo que el programa de compras excepcionales frente a la pandemia alcanzaría un valor total de 1850 billones de euros y se prolongaría hasta marzo de 2022. Además, se reajustaban las condiciones de las operaciones TLTRO III, ampliándolas hasta 2022 y aumentando su importe total desde el 50% hasta el 55%.

Se ofrecen cuatro operaciones de financiación a plazo más largo de emergencia frente a la pandemia (PELTRO) en 2021, que seguirán proporcionando un apoyo de liquidez efectivo. Además, se amplía la duración de las medidas de flexibilización de los criterios de admisión de activos de garantía

*Gráfico 6: Evolución programas de compras de activos. marzo 2020-enero 2021.*



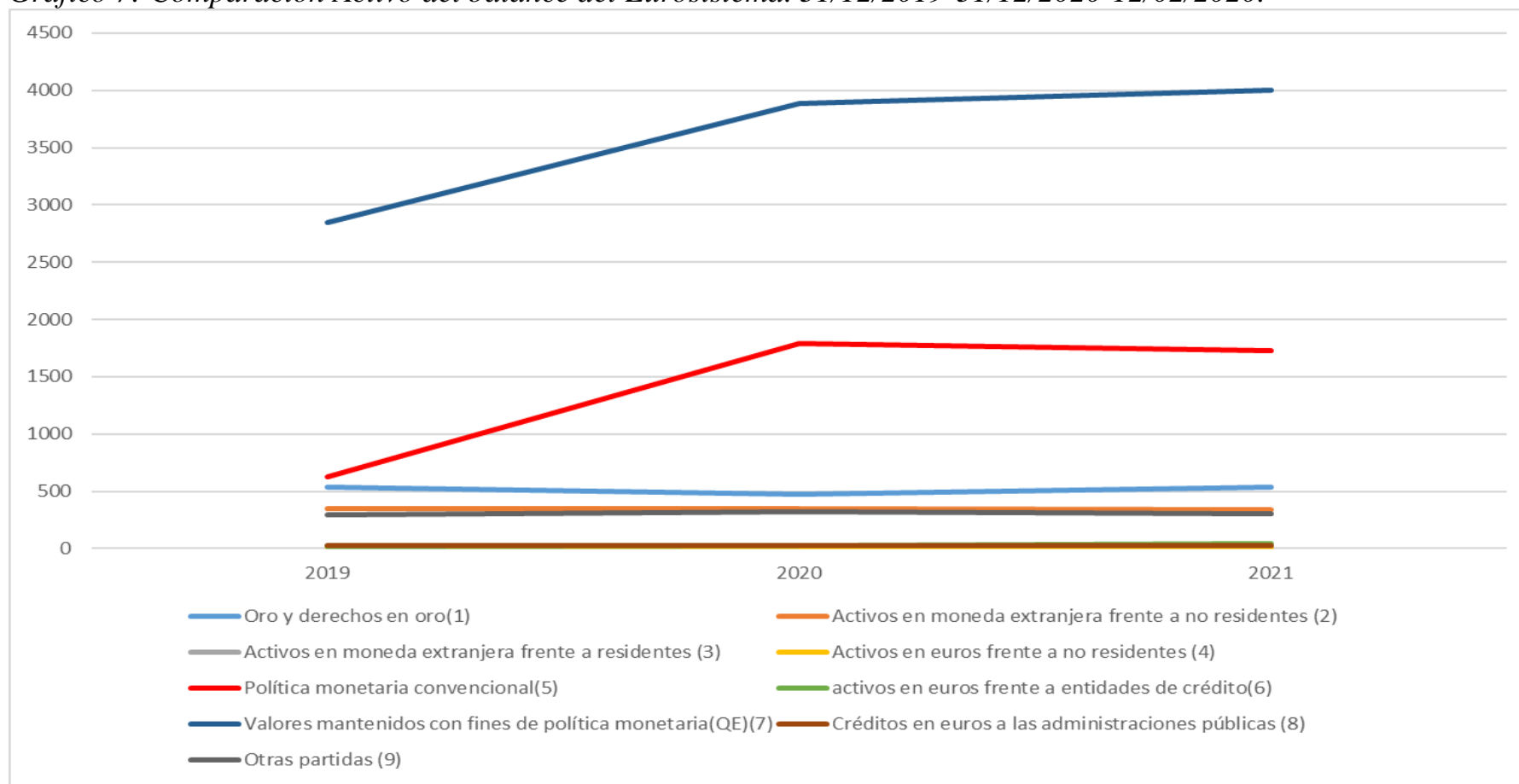
Fuente: BCE.

Como resultado, en el gráfico 6 podemos ver la evolución efectiva de los programas de compra de activos que ha llevado a cabo el BCE frente a la pandemia, desde marzo de 2020 hasta enero de 2021. Vemos cómo los meses de abril, mayo y junio son los que tienen mayor volumen de adquisición, mientras que a partir de julio su importe disminuye. Hasta enero de 2021 se han comprado activos por valor de 1.059 MM de euros. El mes en el que más compras se han realizado ha sido junio con 138 MM de euros. Y el mes en el que menos compras de activos se han realizado ha sido agosto con 62 mm de euros.

Podemos apreciar una notable diferencia entre las cuantías de los dos programas que aparecen en el gráfico, el programa de emergencia(PEPP) tiene un volumen bastante superior al APP en todos los periodos a excepción del momento inicial de la crisis.



Gráfico 7: Comparación Activo del balance del Eurosistema. 31/12/2019-31/12/2020-12/02/2020.



Fuente: BCE

En el epígrafe anterior hemos analizado detenidamente la evolución del activo del balance del Eurosistema desde 1999 hasta 2019. Ahora vamos a comparar ese dato de 2019 con el dato de 2020 y con el dato más reciente en el momento de la elaboración del trabajo febrero de 2021, para ver el impacto que ha tenido la pandemia del coronavirus en el activo del Eurosistema.

Observamos que, a excepción de las partidas de política monetaria convencional y no convencional, el resto no presentan variaciones significativas en los periodos estudiados.

El activo total ha aumentado notablemente desde 2019, pasando de un valor de 4733 en 2019 a 6909 en 2020 y a 7011 mm de euros en 2021. Entre 2019 y febrero de 2021 supone un aumento de un 48%.

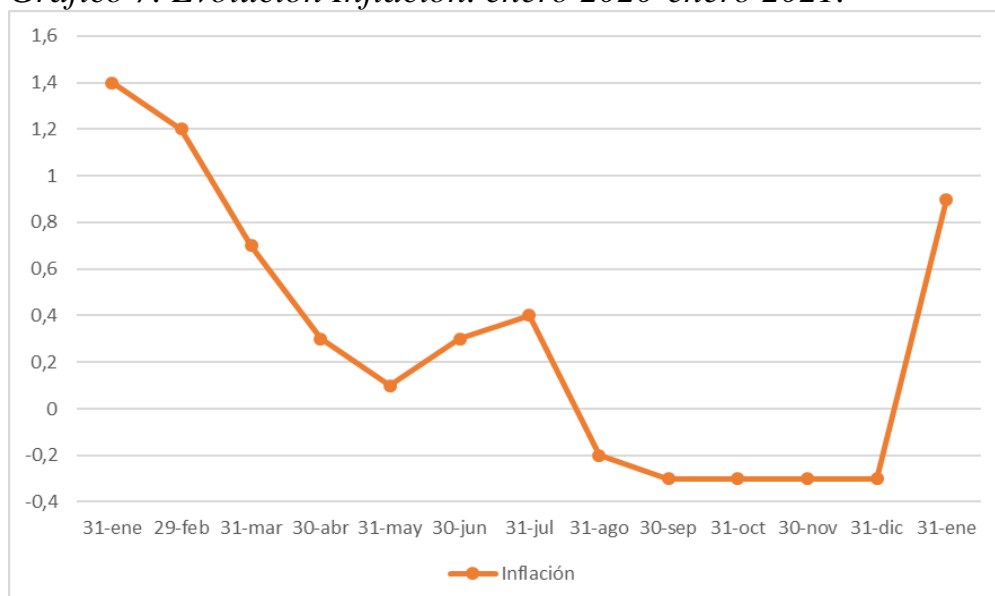
Las operaciones de política monetaria convencional representan un valor en el activo de 2019 de 624, de 1793 en 2020 y por último de 1729 mm de euros en febrero de 2021. Entre 2019 y febrero de 2021 el activo del Balance del Eurosistema se incrementa por este concepto un 177%.

La política monetaria no convencional pasa de suponer un valor de 2847 mm de euros en 2019 a 3890 en 2020 y a 4004 en febrero de 2021. Se advierte un aumento en esta partida de un 41%.

La gran expansión del activo del balance en este periodo demuestra la decidida actuación del BCE para paliar la crisis del coronavirus.

El impacto de estas medidas sobre el objetivo de la inflación es, finalmente, visible en la evolución del IPC.

*Gráfico 7. Evolución Inflación. enero 2020-enero 2021.*



Como hemos podido observar en el gráfico de la inflación del año 2020 en Europa, nos encontramos en un momento en el que la inflación se encuentra muy baja incluso en los últimos meses en niveles negativos. Justo antes del inicio de la crisis del coronavirus nos encontrábamos en

niveles superiores al 1%, pero, tras la aparición de la pandemia y los confinamientos vemos rápidamente cómo el nivel de precios disminuye a gran velocidad. Se observa un leve repunte entre mayo y julio en el que el índice de precios al consumo alcanza un nivel de 0,4% después de haber estado a casi 0% en mayo, pero desde agosto a diciembre pasa a terreno negativo y se encuentra estable en un nivel de deflación del -0,3%. A comienzos del año 2021 se dispara hacia arriba y alcanza un nivel de 0,9% y comienza a aparecer en la economía el fantasma de la inflación.

Siguiendo a Llorens i Gimeno (2020), el efecto del coronavirus sobre la inflación era indeterminado ya que existen presiones a la baja como pueden ser la reducción del consumo a causa de los confinamientos y la caída del precio del petróleo, y otras al alza, como el cierre de fábricas y la reducción general de la producción. Aunque parece ser que los factores de la demanda se han impuesto a los de la oferta generando una caída en los precios.

En el año 2020 la tasa de inflación media anual fue del 0,25%. Este resultado procede en gran parte de la fuerte caída de los precios de los productos energéticos, en especial del precio del petróleo. También se registran caídas en los precios en algunos de los servicios más afectados por las restricciones. Sin embargo, en la mayoría de los servicios se ha dado desinflación más que deflación y en el sector alimenticio se ha generado un aumento generalizado de los precios.

#### **4. Retos y dilemas de la política monetaria en las economías desarrolladas.**

En los epígrafes precedentes hemos llevado a cabo un análisis descriptivo de la política monetaria del Eurosistema desde 1999. Con más o menos apoyo académico y político, las decisiones del BCE han favorecido el desarrollo de un entorno monetario y financiero que, a la altura de marzo de 2021, puede caracterizarse por tres grandes rasgos, ya mencionados con anterioridad: bajos tipos de interés, baja-y actualmente creciente- inflación, y enorme expansión del balance del banco central. En este epígrafe analizaremos con más detalle las causas que han propiciado la situación de estas variables y las posibilidades que se plantean en un futuro próximo en torno a las estrategias de las autoridades monetarias.

##### **4.1. Bajos tipos de interés.**

Como comentábamos anteriormente, los tipos de interés oficiales se encuentran en unos niveles muy bajos sin apenas margen de maniobra. Las autoridades monetarias se han visto obligadas a reducir sus tipos de interés

ante la caída del tipo de interés natural observada durante las últimas décadas. Detrás de este fenómeno se encuentran factores demográficos y económicos.

Entre los factores demográficos se encuentra el aumento en la esperanza de vida de las personas que incentiva el ahorro por parte de los trabajadores en edad laboral para hacer frente a la jubilación, y la caída de la tasa de natalidad que incrementa el capital por trabajador y reduce el retorno de capital. La mayoría de los países de la zona euro avanzan hacia una sociedad envejecida. En este contexto la demanda de inversión y de fondos cae y por el otro lado la oferta de fondos de ahorro para ser invertidos crece, por tanto, la combinación de ambos factores presiona a la baja el tipo de interés.

Entre los factores económicos destaca el descenso de la productividad fruto de la desaceleración de las economías avanzadas, el exceso de demanda de activos financieros de las economías emergentes o la escasez de activos financieros de bajo riesgo debido a la elevada aversión al riesgo y a la crisis financiera.

En el futuro próximo se espera que estos factores sigan propiciando la caída del tipo de interés natural y por lo tanto la política monetaria tenderá a tener aún menos rango de acción para recortar tipos de interés ante posibles crisis.

Los tipos de interés y la productividad guardan una relación estrecha: es una de las principales fuentes de crecimiento a largo plazo que determina la aparición de nuevas oportunidades de inversión o necesidades de ahorro. Un menor crecimiento de la productividad presiona a la baja los tipos de interés por dos razones:

-Por parte de los consumidores, un menor crecimiento de los salarios e ingresos induce a aumentar su tasa de ahorro, lo que tiende a reducir los tipos de interés.

-Por parte de las empresas, una reducción de las oportunidades de inversión reduce la demanda de créditos bancarios y, por lo tanto, presiona a la baja los tipos de interés. A esta caída de las oportunidades de inversión contribuye, precisamente, la nueva naturaleza de la tecnología que muchas actividades productivas conllevan. A este respecto, parece que se ha desarrollado un nuevo paradigma industrial en el que predominan empresas con bajos costes de inversión como pueden ser las startups tecnológicas frente a las tradicionales industrias manufactureras que imponían unos altos costes de inversión en capital. Esta caída de la demanda de inversión por parte de las empresas ha propiciado una caída de los tipos de interés equivalente.

A pesar de ello, se pueden acometer reformas estructurales para tratar de mejorar la productividad.

De cara al futuro hay cierta esperanza en que las tecnologías digitales reimpulsen la productividad, no obstante, existe el riesgo también de que agudice las desigualdades entre territorios.

Otra problemática adicional que nos encontramos en la actualidad es que los tipos de interés se encuentran muy próximos a su límite inferior (ELB). Por tanto, su rango de bajada es mínimo. Las estrategias de actuación de política monetaria que se sugieren para reducir la incidencia del ELB son las siguientes:

- Elevar el objetivo de la inflación desde el nivel actual del 2% a un nivel de 3 o 4%. Esta medida sería equivalente a aumentar el tipo de interés nominal en el largo plazo y, por ende, la distancia respecto al ELB.

- Sustituir la tasa de inflación (crecimiento en los precios) por el nivel de precios como variable objetivo.

- Utilizar la estrategia del objetivo de nivel de precios solo en casos excepcionales en los que la inflación cae por debajo del objetivo.

- Continuar con la estrategia actual de usar el balance del BCE para afectar a los tipos de interés a medio y largo plazo (QE) y la forward guidance.

No obstante, las estrategias alternativas a la actual presentan destacadas ventajas en la teoría, pero probablemente la inexperiencia en su aplicación tenderá a generar riesgos y costes.

#### **4.2. Baja inflación.**

Los años precedentes a la aparición de la pandemia se han caracterizado por una inusual baja inflación. Desde 2014 se venía produciendo una disminución de la tasa de paro lo que según la curva de Phillips tendría que haber hecho que los precios subieran, pero este aumento en los precios no se producía. Por lo tanto, nos encontrábamos ante un debilitamiento de la curva de Phillips.

Los economistas de la Caixa Research tratan de discernir a cerca del debilitamiento analizando la relación entre la tasa de paro y la evolución de los salarios en dos vertientes: en un contexto normal la disminución de la tasa de paro provocaría un aumento de los salarios, pero en estos últimos años la relación ha sido más débil. Y, por otro lado, analizan como los aumentos de los salarios se trasladan a los precios y llegan a la conclusión de que la relación también ha sido muy débil. Por lo tanto, estas menores afectaciones al nivel de precio han hecho que la inflación se mantenga en niveles bajos.

Las explicaciones que se han dado para este fenómeno han sido varias, pero entre ellos destaca la globalización, el comercio online o una disminución de lo que representan los costes salariales en los costes de las empresas.

La inflación a partir de marzo de 2020 ha caído y se ha mantenido en niveles muy bajos e incluso negativos. Los confinamientos generalizados en la mayoría de los países llevados a cabo a raíz de la pandemia han generado una caída en el consumo sin precedentes.

Los cierres territoriales han generado una reducción del consumo de hidrocarburos tanto a nivel de transportes como a nivel industrial, produciendo una gran caída en el precio de los combustibles.

En el otro lado de la moneda el sector alimenticio ha visto incrementarse sus ventas lo que ha hecho que sea de los únicos sectores en experimentar una subida de los precios.

A pesar de estos movimientos de precios nombrados, se ha hecho muy difícil hacer un seguimiento de precios dados los problemas de medición y la ausencia de los mercados.

Para los próximos meses del año 2021, se espera que se extienda la vacunación, se eliminen las restricciones de movilidad y se produzca la apertura total de la economía. Por lo tanto, un primer efecto que ya se está observando es el encarecimiento de los productos energéticos con un aumento visible en el precio del petróleo.

El sector de los servicios evolucionará según la recuperación tanto de la demanda como de la oferta. La demanda exterior se espera que crezca en gran medida, aunque se estima que tardará un tiempo en volver a los niveles anteriores a la pandemia. La demanda nacional se prevé que crezca motivada por el ahorro generado por los ciudadanos durante la pandemia.

En cuanto a la oferta, se ha producido una destrucción y una descapitalización del proceso productivo, y le puede llevar un tiempo recuperar los niveles previos tras la superación de la crisis sanitaria.

En cuanto al posible impacto inflacionista derivado de la política monetaria expansiva aplicada por el BCE, es posible que a medio plazo cuando la economía se recupere y la velocidad de circulación de dinero se agilice, el incremento de la masa monetaria se filtre en mayor medida en forma de inflación. Sin embargo, no se prevé que la inflación llegue a superar la cota del 2%. Se prevé que ante la recuperación de la demanda y parte de la oferta para el año 2021 se alcance una tasa de inflación anual media del 1,2%.

### **4.3. Expansión del balance.**

En el desarrollo del trabajo hemos visto como el balance ha sufrido una gran expansión cuantitativa entre 1999 y la actualidad, que se acentúa sobre todo a raíz de la crisis financiera y a la del coronavirus.

En la actualidad el BCE debe decidir si mantener el tamaño del balance o reducirlo a niveles que guarden relación directa con la demanda de efectivo por parte de hogares y empresas, y reservas por parte de bancos.

Si el BCE mantiene el actual tamaño del balance:

- Puede generar una mayor estabilidad financiera emitiendo grandes cantidades de reservas bancarias que cubran la creciente necesidad del sector privado de activos a corto plazo, seguros y líquidos.

- Dispone de una gran cantidad de liquidez. Teniendo un coste de creación de reservas cercano a cero, pueden incrementar su oferta completando totalmente las necesidades de los bancos comerciales. Con ello facilitan los pagos y las transacciones financieras.

- Por último, puede mantener un mejor control de los tipos de interés ganando espacio en relación con el ELB. De esta parte se pueden obtener dos ventajas adicionales:

Permite al banco central controlar directamente las rentabilidades interbancarias a corto plazo fijando la remuneración de las reservas, lo que aísla dichas rentabilidades de las perturbaciones transitorias del mercado interbancario. Además, le puede proporcionar más espacio para recortar los tipos en caso de que sea necesario.

Sin embargo, mantener un balance tan elevado también acarrearía una serie de desventajas:

- Se podría producir un excesivo aplanamiento de la curva de tipos. Al haber una gran cantidad de activos a medio y largo plazo, si se reduce la oferta de activos a largo plazo para el sector privado se produce una compresión de las primas de plazo y se generan caídas de las rentabilidades a medio y largo plazo.

- Mayores riesgos patrimoniales sobre el propio BCE, especialmente cuando los activos y pasivos difieren en sus respectivos plazos de vencimiento. Por ejemplo, los activos como los bonos públicos de medio y largo plazo pueden variar por cambios en las primas de riesgo y de plazo y por el contrario los pasivos son a corto plazo y su valor nominal es muy estable.

Otro aspecto importante es la composición de este balance, dichos activos es preferible que sean títulos públicos a que sean activos privados ya que los títulos privados son más complejos de valorar y son más recomendables en situaciones más tensionadas.

Por último, resaltar también que los préstamos a medio y largo plazo a las entidades bancarias, enmarcados en los programas de refinanciación a largo plazo que hemos visto (LTRO, VLTRO y TLTRO), otorgan a los bancos centrales un mejor control de los tipos de interés a largo plazo, especialmente en casos de economías relativamente bancarizadas como es el caso de la del área del euro.

## Conclusiones

Como consecuencia de la aplicación de políticas monetarias tanto convencionales como no convencionales, a lo largo de las más de dos décadas de la vida del euro el BCE ha transitado hacia un modelo de política monetaria caracterizado por baja inflación, -reducidos tipos de interés y gran incremento de su balance que ha sido objeto de análisis en este trabajo.

Visto con perspectiva, es posible distinguir dos grandes etapas en la aplicación de la política monetaria de la eurozona, antes y después de la Gran Recesión. A lo largo del trabajo hemos comprobado, además, cómo los rasgos distintivos que caracterizaban a la segunda etapa, se ven reforzados recientemente ante la crisis del coronavirus.

La *inflación*, que es el principal objetivo de estabilidad buscado por los bancos centrales, se movió en una cifra estable en torno al objetivo deseado hasta la llegada de la crisis financiera. Tras este acontecimiento, el incremento del nivel de precios se ha mantenido en niveles bajos a excepción de algún periodo temporal. Esto se debe a una menor interacción entre la tasa de paro y los salarios, y los salarios con los precios. Se trata de un asunto de gran preocupación para las autoridades monetarias que han tratado de resolver sin éxito.

En la actualidad con la llegada de la pandemia los shocks de demanda se han impuesto a los de oferta haciendo que la inflación regrese a terreno negativo. Pero se espera y ya se comienza a notar en los primeros meses de 2021 que la reactivación abrupta de la economía haga ascender el nivel de precios, si bien se desconoce si este aumento de los precios será temporal o duradero, o si será gradual o llegará de forma súbita.

La variable operativa con la que el BCE trata de lograr ese objetivo de inflación es el *tipo de interés*. Tras el estallido de la crisis financiera el BCE redujo los tipos de interés oficiales hasta el mínimo técnico. El mantenimiento de los tipos de interés tan bajos en la actualidad por un tiempo muy prolongado, está generando importantes distorsiones en la actividad de intermediación financiera y de los mercados.

Detrás de este fenómeno se encuentran factores demográficos como pueden ser la caída de la natalidad y el aumento de la esperanza de vida; también económicos, destacando entre ellos la productividad, el exceso de demanda de activos en países emergentes o la ausencia de activos con bajo riesgo en un contexto de incertidumbre en el que estamos.

De cara al futuro se espera que la tecnología y la digitalización impulsen la productividad y permitan subir los tipos de interés. Sin embargo, el BCE no tiene previsto elevar los tipos de interés oficiales hasta que no se observe



una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente óptimo.

Respecto al *incremento en el balance*, hemos estudiado tanto el periodo de la crisis financiera y la crisis de la deuda, como la crisis reciente causada por la pandemia. La crisis financiera y de la deuda en la Eurozona hicieron aumentar en gran medida el balance debido a la aplicación de medidas de carácter convencional en un principio, y, posteriormente, la aplicación de las medidas no convencionales entre las que sobresale la Quantitative Easing. Como consecuencia de todo ello, el activo del BCE pasó de un valor en 2007 de 1.507 a 1907 mm de euros en 2009 y posteriormente a 4.671 mm de euros en 2019.

La crisis del coronavirus ha propiciado la adopción de políticas monetarias expansivas y la expectativa de que se mantendrán, previsiblemente al menos, hasta 2022. A través de los programas PEPP y APP se han comprado activos por valor de 1.059 mm de euros hasta enero de 2021. Por otro lado, también se han realizado subastas LTRO semanales, PELTRO mensuales y TLTRO-III trimestrales. Desde el inicio de 2020 hasta febrero de 2021 el activo del balance ha pasado de un valor de 4733 a 7011 mm de euros. En definitiva, el BCE ha sacado todo su arsenal de medidas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia.

Comparando ambos periodos vemos como en tan solo un año y dos meses la crisis del coronavirus ha provocado que los activos del balance del BCE se incrementen 2278 mm de euros mientras que en el caso de la crisis financiera en sus iniciales compases tan solo aumentó 400 mm de euros. Globalmente en los doce años que transcurren entre 2007-2019 aumentó 3164 mm de euros.

En la actualidad el BCE se enfrenta al dilema de mantener el actual gran tamaño del balance o disminuirlo una vez superados los efectos más graves de la pandemia. En caso de mantenerlo tendría una mayor estabilidad financiera, dispondría de mayor liquidez y mantendría un mayor poder sobre los tipos de interés. Sin embargo, también asumiría mayores riesgos patrimoniales y provocaría un excesivo aplanamiento de la curva de tipos.

La política monetaria ha tenido una respuesta ante la crisis de la pandemia sin precedentes, ha sido mucho más enérgica y contundente que la de la anterior crisis, y eso se ha notado en la menor caída del PIB. Mediante el programa PEPP, que era su mayor baza, el BCE ha asegurado la inyección de liquidez en todos los rincones de las economías del euro a razón de hasta 1850 billones de euros.

A pesar de ello, nos ubicamos en un contexto de incertidumbre en el que la distribución de las vacunas y la erradicación del virus es de vital importancia para la normalización económica y la vuelta a los niveles pre-

pandemia. Factores como los bajos tipos de interés y el gran tamaño del balance hacen que el rango de actuación de la política monetaria se vea notablemente reducido en los años venideros. Y, además, se tiene que lidiar con la baja inflación de los últimos tiempos que se especula que podría transformarse en una notable inflación debido a las medidas de estímulo aprobadas contra la pandemia.

Por todo ello, esta segunda década del siglo XXI se presenta plagada de misterios y retos para la política monetaria. Sea cual sea el futuro escenario, en los círculos académicos se insiste en la necesidad primordial de mantener la independencia de las decisiones del banco central y de garantizar la coordinación con las políticas fiscales que, tras mostrarse especialmente activas durante la crisis sanitaria, han provocado un espectacular incremento de la deuda mayoritariamente en manos de la autoridad monetaria.

## Bibliografía

-Prats Alventosa, M.A (2019): “*Política monetaria y de tipo de cambio*” en García Delgado, J.L. y Mym, R. (dirs.). Lecciones de economías española. Madrid, Civitas, 14ª edición.

-Página web del Banco Central Europeo. Recuperado de: <https://www.ecb.europa.eu>

-Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2009): “*La economía española en la UEM: los diez primeros años*”. Documentos ocasionales, nº0901, Banco de España.

-Arce, O. Nuño, G. y Thomas. C. (2019): “*La política monetaria del Eurosistema tras el final de las compras netas de activos*”, Boletín económico, nº1, Banco de España.

-Leandro, A. y Llorens i Jimeno, E (2020): “*El impacto de la COVID-19 sobre la inflación europea*”, Informe Mensual de CaixaBank Research, junio 2020, págs. 13-15.

-Pinheiro de Matos, L. y Murillo Gili, R (2020): “*COVID-19 e inflación: un impacto estadísticamente significativo*”, Informe mensual de CaixaBank Research diciembre 2020, págs. 17-18.

-Morrón Salmeron, A (2020): “*La fragilidad macroeconómica de los tipos de interés*”, Informe mensual de CaixaBank Research octubre 2020, págs. 15-16.

-Morrón Salmeron, A (2020): “*La caída secular de los tipos de interés: una dinámica global*”, Informe mensual de CaixaBank Research, marzo 2020, págs. 29-30.

-Morrón Salmeron, A (2020): “*El cortafuego del BCE contra la COVID-19*”, Informe mensual de Caixa Bank Research, julio-agosto 2020.

-Carbó, S, Rodríguez, F y Cuadros, P. (2021): “*Tipos de interés y sector bancario post pandemia*”, Cuadernos de Información económica, nº 280, Funcas, págs. 43-49.

-Doncel, L (2021, 11 de abril): “La decisión más difícil del BCE”. *El País*. Recuperado de <https://elpais.com/economia/2021-04-11/la-decision-mas-dificil-del-bce.html>

-Murillo Gili, R (2020): “*¿Por qué es importante la inflación?*”. CaixaBank Research.

-Notas de prensa del BCE: “Decisiones de política monetaria”. Recuperado de:  
[https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas\\_y\\_decision/Decisiones\\_de\\_po/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas_y_decision/Decisiones_de_po/)

-Informe anual 2018 del Banco de España: “*El diseño de la política monetaria en el medio y largo plazo*”. Recuperado de:  
[https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Informe\\_anual/index2018.html](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/index2018.html)